

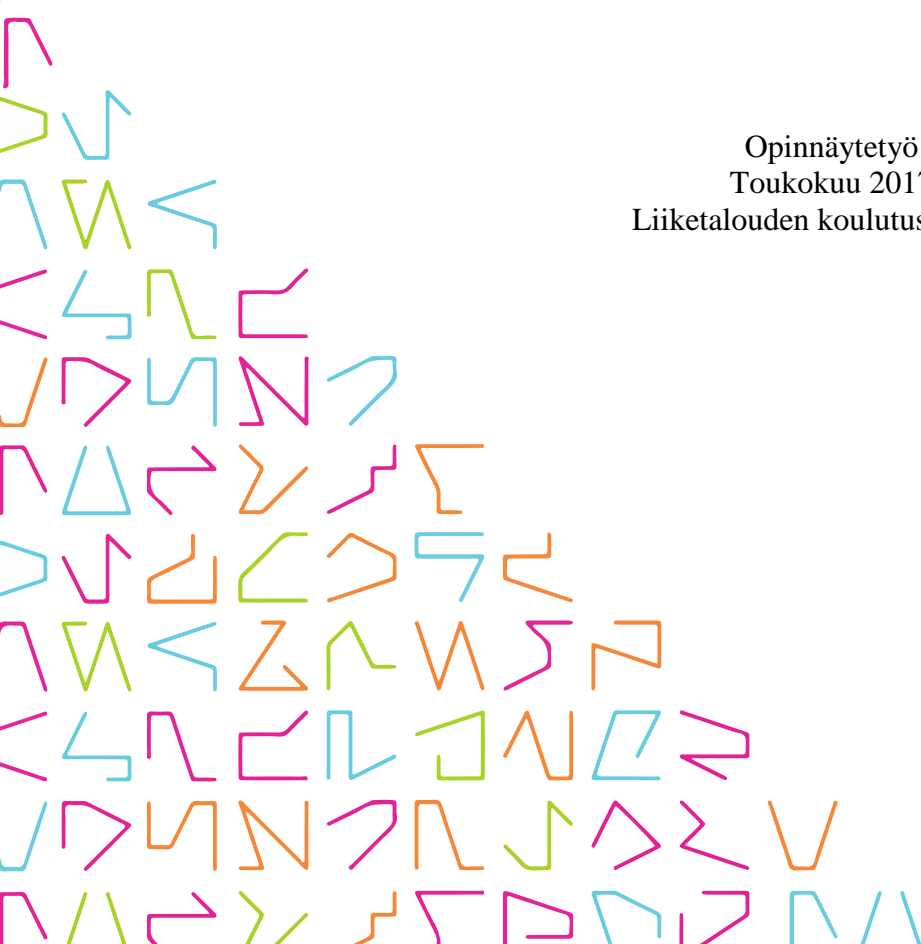


TAMPEREEN
AMMATTIKORKEAKOULU

Arvosijoittaminen Helsingin pörssissä

Kalle Iloranta

Opinnäytetyö
Toukokuu 2017
Liiketalouden koulutusohjelma



TIIVISTELMÄ

Tampereen ammattikorkeakoulu
Liiketalouden koulutusohjelma

ILORANTA KALLE:

Arvosijoittaminen Helsingin pörssissä

Opinnäytetyö 41 sivua, joista liitteitä 9 sivua
Toukokuu 2017

Opinnäytetyössä verrataan arvo-osakkeiden tuottoa kasvuosakkeisiin. Arvo-osakkeet ovat aliarvostettuja osakkeita, jotka määritellään osakkeen hintasuhteessa tulokseen ja omaan pääomaan sekä osingon suhdetta osakkeen hintaan. Aliarvostetuilla osakkeilla on tyypillisesti korkea tulos, oma pääoma sekä osingonjako suhteessa osakkeen hintaan.

Aiemmissa tutkimuksissa on todettu arvo-osakkeiden tuottavan paremmin kuin kasvuosakkeet pitkällä aikavälillä. Suomessa tätä on tutkittu kuitenkin vähän eikä tutkimustuloksia juurikaan ole saatavilla. Tässä opinnäytetyössä perehdytään siihen, kuinka piensijoittaja voi verrata yrityksiä tunnuslukujen perusteella. Tämän opinnäytetyön aikaväli on 2.1.2014 – 30.9.2016. Aikaväli on varsin lyhyt aineiston heikosta saatavuudesta johtuen. 30.9.2016 valittiin sen takia, ettei kolmas osavuositarkastus vaikuta tulokseen. On kuitenkin mielenkiintoista selvittää toimiiko arvosijoittaminen näinkin lyhyellä aikavälillä. Aiemmistä tutkimuksista voidaan kuitenkin todeta arvosijoittamisen tuottavan parhaiten pitkällä aikavälillä.

Opinnäytetyössä käytetään määrällistä tutkimusta. Yritysten tunnusluvut saatiin Osuuspankin sijoitussivuilta ja yritysten kurssihistoria Nasdaq OMX Nordic-verkkosivuilta. Osingot löytyivät Kauppalehden-verkkosivuilta. Aineisto koostui 77 yrityksestä, koska Osuuspankin sivuilta ei löytynyt suurempaa otosta. Yritykset on jaettu neljään ryhmään P/E-luvun, P/B-luvun ja osinkotuotto %:n mukaan.

Arvo-osakkeet tuottivat aikavälillä 2.1.2014 – 30.9.2016 52,20 %, kun kasvuosakkeet tuottivat 41,00 %. Arvo-osakkeiden ja kasvuosakkeiden sekoitukset tuottivat 45,18 % ja 38,38 %. Tulosten perusteella arvosijoittaminen toimi myös Helsingin osakepörssissä näin lyhyellä aikavälillä.

ABSTRACT

Tampereen ammattikorkeakoulu
Tampere University of Applied Sciences
Degree Programme in Business Administration

ILORANTA KALLE:
Value Investing in OMX Helsinki Stock Market

Bachelor's thesis 41 pages, appendices 9 pages
May 2017

In this thesis, the profits of value stocks are compared to profits of growth stocks. Value stocks are undervalued stocks, that are defined by stock price relation to profit and to its equity and its dividend to the actual value of the stock. Typically, undervalued stocks have a high profit, equity and dividend in relation to the value of the stock.

Previous studies have reported greater profit for value stocks compared to growth stocks on long term interval. However, this topic has not been studied widely in Finland and reliable data is not available. This thesis report evaluates how small scale investor can compare companies according to key figures. The time frame for the study in this thesis report is 2.1.2014 – 30.9.2016. The time frame is fairly short due to lack of data available. The end point for the study was chosen to be 30.9.2016 for eliminating the influence of the third quarterly report to the final result. This report is analyzing if value investing is profitable also on short time interval. Previous studies have proven value stocks to provide best turnover on long term timeframe.

This report applies quantitative research methods. The key figures for companies of interest are collected from Osuuspankki bank's web pages for investment and from Nasdaq OMX Nordic-web page's historical stock prices page. Values for the dividend data were collected from Kauppalehti.com web pages. The sample consists of 77 companies, which is all the data available on Osuuspankki bank's material. The companies of interest are divided into four groups according to three defining values; P/E-value, P/B-value and dividend yield percentage.

During time interval 2.1.2014 – 30.9.2016, value stocks yielded 52,20% profit, while growth stocks profited 41,00% profit. The combination of value stocks and growth stock profited 45,18% and 38,38% profit. According to the results, value stocks are profitable in OMX Helsinki stock market.

Key words: investing, value investing, growth investing, key figures

SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	6
2	OSAKEMARKKINAT	7
2.1	Historia.....	7
2.2	Markkinapsykologia	9
2.3	Kuinka löytää arvo-osakkeita?.....	11
2.4	Tunnusluvut	13
2.4.1	P/E-luku	14
2.4.2	P/B-luku	14
2.4.3	Osinkotuotto %	15
2.4.4	ROE.....	16
2.4.5	ROI.....	16
2.4.6	EV/EBITDA.....	17
2.4.7	Omavaraisuusaste.....	18
2.5	Arvo-osakkeet ja kasvuosakkeet.....	19
2.6	Sijoittaminen tunnuslukujen perusteella	19
2.6.1	P/B-luvun mukaan.....	20
2.6.2	P/E-luvun mukaan.....	20
2.6.3	Osinkotuotto %	21
2.6.4	Tunnuslukujen tehostaminen	21
2.7	Arvosijoittamisen hyödyt.....	22
3	TUTKIMUS TUNNUSLUKUJEN PERUSTEELLA.....	24
4	TUTKIMUSTULOKSET	26
5	POHDINTAA.....	29
	LÄHTEET.....	30
	LIITTEET	32
	Liite 1. Ryhmät tunnuslukujen perusteella.....	32
	Liite 2. Osakkeiden tuotot	40

LYHENTEET

P/E-luku	Price per Earnings – Osakkeen markkina-arvo suhteessa tulokseen
P/B-luku	Price-To-Book Ratio – Osakkeen markkina-arvo suhteessa omaan pääomaan
ROE	Return on Equity – Oman pääoman tuotto
ROI	Return on Investment – Sijoitetun pääoman tuotto
EV/EBITDA	Enterprise Value / Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization – Yritysarvo / Käyttökate
OMXH CapGI	Painorajoitettu indeksi, jossa yhden osakkeen enimmäispaino on 10 % indeksin kokonaismarkkina-arvosta (tuotto osinkoineen)

1 JOHDANTO

Opinnäytetyön tarkoituksena on tuoda esille piensijoittajan mahdollisuuksia arvosijoittajana ja keskustella arvosijoittamisen kannattavuutta parantavista menetelmistä. Arvosijoittaminen on sijoittamista yrityksiin joilla on alhaiset tunnusluvut P/E ja P/B sekä korkea osinkotuotto %. Arvosijoittaja kiinnittää huomiota kaupankäyntikuluihin ja veroihin, jolloin reaalituotto on korkeampi kuin aktiivisesti kauppaa käyvällä sijoittajalla. Sijoitushorisontti on pitkä, vähintään viisi vuotta ja usein vuosikymmeniä. Kirjassaan Lindström ja Lindström (2015) esittää, että arvosijoittaminen tunnuslukujen perusteella on tuottanut paremmin kuin indeksi.

Opinnäytetyö esittelee menetelmiä, joiden avulla sijoittaja voi saada suuremman tuoton kuin mitä indeksi tarjoaa. Opinnäytetyön lähtökohtana on, että lukija tuntee osakekaupan perusteet ja on jo käynyt osakekauppaa.

Opinnäytetyö selvittää pörssiyritysten tunnusluvut P/E, P/B ja osinkotuotto % vuoden 2013 lopusta. Tunnuslukujen perusteella yritykset on järjestetty arvo- ja kasvuyrityksiin ja jaettu neljään ryhmään.

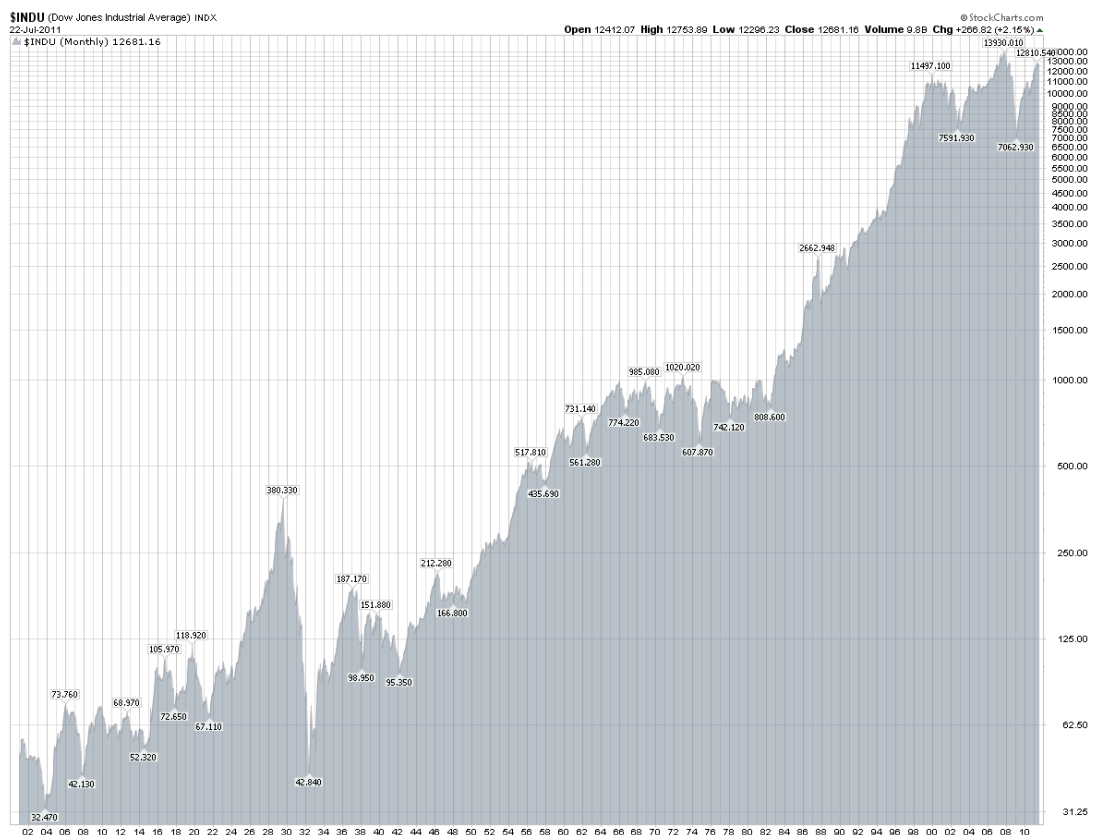
Opinnäytetyö tutkii kuinka hyvin pelkästään tunnuslukujen P/E, P/B ja osinkotuotto % perusteella valitut osakkeet pärjäävät indeksille. Opinnäytetyössä kerrotaan miten nämä tunnusluvut saadaan ja kuinka niitä käytetään tutkimuksessa. Opinnäytetyö tutkii myös mitä muita tapoja on löytää arvo-osakkeita kuin tunnusluvut.

2 OSAKEMARKKINAT

2.1 Historia

Osakkeet ovat tuottaneet historiassa paremmin kuin joukkovelkakirjat pitkän aikavälin aikana. Suurempi riski tarkoittaa myös suurempaa tuotto-odotusta. Muuten rationaalinen sijoittaja ei voisi niihin sijoittaa. Riski tulee, kun joukkovelkakirjoissa sijoittaja tietää etukäteen tulevan kassavirran, toisin kuin osakesijoittaja. Lyhyellä aikavälillä osakkeiden arvo vaihtelee enemmän kuin joukkovelkakirjojen. Jos lainan liikkeellelaskijan luottokelpoisuus on hyvä, riski joukkovelkakirjoissa on paljon pienempi kuin osakesijoittajalla lyhyellä aikavälillä.

Kuvassa 1 Dow Jones-indeksin historiallinen tuotto, Dow Jones-indeksi sisältää New Yorkin pörssissä noteerattujen 30 suurimman yrityksen osakekurssit (Morningstar 2016). Pitkällä aikavälillä trendi on nouseva mutta tasaisin väliajoin on keskipitkiä ja lyhyitä laskevia trendejä.



KUVA 1. Historiallinen kehitys Dow Jones-indeksistä (Stock-Trading-Warrior 2016).

TAULUKKO 1. Tuottohistoria Amerikasta jo vuodesta 1802 lähtien. (Lindström & Lindström 2015, 85.)

Tarkastelu- jakso	Osinko- tuotto	Nimellinen arvonnousu	Nimellinen kokonais- tuotto	Kuluttajahintojen nousu	Reaallinen arvon- nousu
1802 - 2006	5,1	2,9	8,3	1,4	6,8
1871 - 2006	4,5	4,2	8,9	2,0	6,7
1802 - 1870	6,4	0,3	7,1	0,1	7,0
1871 - 1925	5,2	1,9	7,2	0,6	6,6
1926 - 2006	4,0	5,8	10,1	3,0	6,8
1946 - 2006	3,6	7,4	11,2	4,0	6,9
1946 - 1965	4,6	8,2	13,1	2,8	10,0
1966 - 1981	3,9	2,6	6,6	7,0	- 0,4
1982 - 1999	3,1	13,8	17,3	3,3	13,6
1985 - 2006	2,4	9,8	12,4	3,0	8,4

Taulukosta 1 näkyy, että historiallinen kehitys on ollut tasaista pitkällä aikavälillä. Taulukossa tuotot ovat vuotuisia tuottoja. Taulukosta näkyy myös, että on ollut vain yksi reaallinen negatiivinen ajanjakso. Tätä ajanjaksoa seurasi erittäin voimakas positiivinen ajanjakso. Kuluttajahintojen ja kokonaistuoton välillä on voimakas positiivinen korrelaatio. Tämän takia reaallinen arvonnousu on pysynyt vakaana.

Taulukko 1 osoittaa inflaation rajun nousun toisen maailmansodan jälkeen. Tämä johtuu kultakannasta luopumisesta, mutta samalla kun inflaatio on noussut, on myös nimellinen kokonaistuotto noussut lineaarisesti. (Lindström & Lindström 2015, 85.)

Osakkeiden riski on luonnollisesti suurempi joukkovelkakirjoihin verrattuna kun sijoitushorisontti on lyhyt. Mitä pidempi sijoitusaika on, sitä pienemmäksi osakesijoittamisen riskit muuttuvat ja tätä voi jopa pitää sijoittajan ilmaisena lounaana. Osakeindeksin riski johtuu taloustilanteen vaikutuksesta osakemarkkinoihin. Päätrendit ovat joko laskeva tai nouseva. Yksittäiseen osakkeeseen liittyy muitakin riskejä, kuten toimiala, johdanto tai kannattavuus. Tämän takia nousevan trendin aikana yksittäinen osake voi kehittyä negatiivisesti. (Lindström & Lindström 2015, 86 – 87.)

Viiden vuoden omistuksen jälkeen heikoin osakekausi oli vain hieman huonompi kuin joukkovelkakirjojen huonoin viiden vuoden jakso. Käännettynä taas viiden vuoden paras joukkovelkakirjajakso oli huomattavasti heikompi kuin osakkeiden paras jakso samalla ajalla. Kun sijoitusaika nousee kymmeneen vuoteen, huonoin osakekausi on jo paljon parempi kuin huonoin joukkovelkakirjakausi. (Lindström & Lindström 2015, 86 – 87.)

Kun sijoitusajaksi otettiin 20 vuotta, osakesijoittamisella voitti inflaation jokaisena ajanjaksona. Joukkovelkakirjoihin sijoittamisella hävisi kuitenkin inflaatiolle melko usein. 30 vuodessa huonoin jakso osakesijoittamisessa voitti inflaation kuitenkin 2,6 prosentyksiköllä. (Lindström & Lindström 2015, 86 – 87.)

Pitkän ajan sijoittajan kannattaa sijoittaa osakemarkkinoille. Morningstarin tutkimus (2014) todistaa, että sijoittaessa vuosikymmeniksi parhaimman tuoton saa osakeindeksistä. Tutkimus sisältää kahdenkymmenen maan tuottohistoriaan 113 vuoden aikana. Tutkimuksen perustella kehitettiin mallisalkkuja kuvastamaan eri riskiprofiileja, aikajänteiden vaikutusta ja soveltuvuutta historian eri ajanjaksoina. Tutkimuksen vahvuutena on sen globaalisuus. Tutkimuksessa todettiin osakemarkkinoiden ylivertaisuus, mutta tilastojen perusteella ylituotto on pienentynyt. Ylituotto on preemio, joka saadaan velkakirjan tuoton päälle. Suomessa osakkeiden preemio vuotta kohden on ollut 4,0 % suhteessa velkakirjoihin vuodesta 1964 laskien. (Morningstar 2014.)

”Tutkimus ei kiistä sitä ilmiselvää tosiasiaa, että lyhyellä aikavälillä osakkeet voivat olla hyvin arvaamattomia sijoituksia, sillä niiden hinnat heiluvat voimakkaasti. Ajatus on sen sijaan, että pidemmällä aikavälillä hyvät ja huonot vuodet tasoittavat toisiaan, mutta niin, että tuotto on pitkällä aikavälillä positiivinen ja parempi kuin velkakirjoissa tai pankkitalletuksissa.” (Morningstar 2014.) (Morningstar 2013.)

2.2 Markkinapsykologia

Mitä lyhyempi sijoitusajanjakso on, sitä keskeisempi on markkinatunnelma. Lyhyessä ajassa osakkeet nousevat ja laskevat rajustikin, välillä epäjohdonmukaisesti. Yleinen taloustilanne ja siihen liittyvät uutiset heiluttavat markkinoita välillä rajustikin. Yrityksen kurssi saattaa laskea, vaikka onkin raportoinut hyvästä tuloksesta. Markkinoiden

kovat odotukset luovat paineen ja usein ei edes olla täysin varmoja, mitä varsinaisesti odotetaan tai odotukset eivät ole realistisia. (Lindström & Lindström 2015, 97 – 98.)

Kursseihin vaikuttaa monta asiaa, jotka eivät välttämättä liity millään tavalla yrityksen suorituskyykyyn. Mikäli iso omistaja haluaa realisoida omistukset pääoman käyttöönoton vuoksi, verosuunnittelun takia tai markkinahuhujen vaikutuksesta, kurssi laskee. Osakkeeseen saattaa kohdistua turhan optimistisia odotuksia, mutta silti usko äkkirikastumiseen tällä osakkeella on suuri ja sijoittajat haluavat ostaa osaketta. Mitä useampi uskoo tähän, sitä suurempi kurssinousu on ja näin ollen myös lasku tulevaisuudessa. Keskeinen paradoksi on, että mitä suurempi osa sijoittajista on samaa mieltä, sitä todennäköisemmin he ovat väärässä. Sijoittajien tunteilu voi tarjota hyviä sijoituksia, kun ymmärtää, miten markkinat toimivat. Markkinoilla pitäisi mennä vastavirtaan, mutta tämä on helpommin sanottu kuin tehty. Markkinapsykologia on synnyttänyt uuden oppihaaran, joka pyrkii ymmärtämään, miten tunteilu ja havaintovirheet vaikuttavat sijoituspäätöksiin. (Lindström & Lindström 2015, 98.)

Kun markkinat ajautuvat laskutrendiin, lasku on jyrkkä ja lyhyt, kun taas nousutrendi on puolestaan luonteeltaan loivempi ja pidempi. (Lindström 2007, 87.) Yksittäisen osakkeen tulevaisuuden kehityksen arvioiminen on äärimmäisen vaikeaa. Tietyin väliajoin osakemarkkinat ylikuumenevat ja sitä seuraa pörssiromahdus. Kun hinnassa tapahtuu käänne, mielialat muuttuvat nopeasti. Optimismi katoaa ja realismi palaa. Tässä vaiheessa sijoittajat alkavat kiinnittää huomiota arvoihin, jotka ovat nousseet korkealle. Kun tarpeeksi moni sijoittaja on samaa mieltä, syntyy myyntiaalto ja osakekurssit romahtavat.

”Omaisuuksien hinta perustuu aina kysyntään ja tarjontaan. Jos ostajat ovat poissa, hinta laskee niin alas, että ensimmäinen ostaja ilmaantuu markkinoille. Näistä syistä ylilyönnit ovat tyypillisiä molempiin suuntiin. Historiassa on aina ollut kuplia, jolloin osakkeiden hintoja on mahdoton perustella terveellä järjellä. Samoin on ollut romahduksia, jolloin osakkeiden pohjahinnat edellyttäisivät talousjärjestelmän romahtamista. Historiassa kuplat ovat aina jossain vaiheessa puhjenneet ja romahdusta on seurannut nousu.” (Sijoittaja.fi 2014.)

2.3 Kuinka löytää arvo-osakkeita?

Sijoittajalla on kaksi tapaa löytää arvo-osakkeita. Ensimmäinen on yksinkertaisempi, koska siinä käytetään vain tunnuslukuja. Sijoittaja valitsee tunnuslukujen avulla ne yritykset, joihin hän sijoittaa. Toinen on monimutkaisempi, mutta myös tehokkaampi. Siinä sijoittajan pitää ymmärtää yrityksen toimintaa. On punnittava uhkat, mahdollisuudet, ja tulevaisuuden näkymät. On selvittää johtajat ja heidän intressinsä. Onko toimiala sellainen, mihin suuret sijoitusyhtiöt eivät halua imagosyistä sijoittaa kuten esimerkiksi aseteollisuus, turkistarhaus tai öljyteollisuus.

Arvosijoittamisen tavoitteena on löytää aliarvostettuja laatuyrityksiä. Yksinkertaisimmillaan sijoittaja löytää nämä vertailemalla tunnuslukuja P/E, P/B ja osinkotuotto % kaikista yrityksistä. Tämän jälkeen sijoittaja vertaa vielä toimialan yrityksiä keskenään. Sijoittajan on tärkeää valita yrityksiä eri toimialoilta, koska tietyillä toimialoilla on luontaisesti matalat tunnusluvut. Jaottelematta yritykset toimialoittain riskinä on homogeeninen salkku.

Pelkästään tunnuslukujen perusteella sijoittajan jokainen sijoitus ei voi onnistua. Arvosijoittajan vaarana on jäädä arvoonsaan, kun osakekurssi nousee huippuunsa tulosta heijastaen korkeasuhdanteen aikana. Vaikka tunnuslukujen perusteella yritys näyttää aliarvostetulta, tulee kuitenkin selvittää taustalla olevat syyt. Tunnusluviltaan edullinen osake voi olla ongelmissa, jolloin sijoittaminen on todennäköinen riski. Syitä näennäisesti edulliselle yritykselle voi pahimmassa tapauksessa olla konkurssin uhka. Yritys voi olla tappiollinen, jolloin oma pääoma pienenee. Heikosti kehittyneelle yritykselle ei ole näkyvissä käännettä parempaan. Toimialan näkymät ovat heikentyneet yleisesti. Ongelmat johtuvat huonosta johdosta tai poliittinen tilanne on epävakaa.

Kun sijoittaja on löytänyt aliarvostetun osakkeen tunnuslukujen perusteella ja on tutkittu sen myös olevan arvo-osake, tulee osake ostaa heti ennen muiden sijoittajien kiinnostuksen aiheuttamaa hinnannousua. Alhaiseen arvostustasoon voi olla monia syitä: eettiset syyt, osake voi olla pois muodista, kuolinpesä realisoinut tuotot tai suuromistajat tarvitsevat likviditeettiä. (Lindström & Lindström 2015, 294.)

Mitä pidempi sijoitushorisontti on, sitä pienemmäksi riski muuttuu indeksisijoittamisessa. Mitä pidempi sijoitushorisontti on, sitä suuremmaksi yksittäisen osakkeen riski kas-

vaa. Tästä syystä on tärkeätä seurata yrityksiä, joihin on sijoittanut. Arvo-osakkeen kurssin laskiessa on perusteltua ostaa lisää kyseistä osaketta, jos kurssilaskuun ei ole huolestuttavia uutisia. Laskevaan kurssiin osaketta ostettaessa keskihinta laskee, joten tulevaisuuden tuotot ovat suuremmat.

Arvo-osakkeiden seulontamenetelmänä käytetään edelleen Grahamin melkein 100 vuotta vanhaa seulontamenetelmää. Siinä pyritään valitsemaan osakkeita, jotka ovat tunnuslukujen valossa aliarvostettuja. Vaikka sijoitusprosessit ovat kehittyneet, silti perusajatus on silti pysynyt muuttumattomana. Tunnusluvut P/E, P/B ja osinkotuotto % ovat kuitenkin säilyneet monimutkaisten prosessien kulmakivinä. Grahamin seulontamenetelmiin kuului muun muassa seuraavat:

1. Tulostuoton (P/E-luvun käänteisluku) tuli olla vähintään kaksinkertainen riskittömään pitkään korkoon verrattuna.
2. P/E-luvun tuli olla enintään 40 prosenttia pörssin edellisten viiden vuoden keskimääräisestä P/E-luvusta.
3. Osinkotuoton tuli olla vähintään kaksi kolmasosaa pitkien yrityslainojen korosta.
4. Osakekurssin tuli olla enintään kaksi kolmasosaa tasesubstanssista, josta on vähennetty muun muassa goodwill.
5. Yrityksellä tuli olla velkaa vähemmän kuin omaa pääomaa.
6. Osakekohtaisen tuloksen kasvu viimeisten 10 vuoden aikana tuli olla keskimäärin yli seitsemän prosenttia.
7. Viimeisen 10 vuoden aikana yrityksellä sai olla enintään kaksi tulosheikennystä.

(Lindström 2007, 44 – 45.)

Tärkeintä arvosijoittamisen menestykseen on pitkä sijoitushorisontti. Tutkimuksissa on todettu alhaisen tasesubstanssin arvostuksen ja muiden tunnuslukujen perusteella sijoittamisen olevan tuottoisampaa kuin indeksiin sijoittamisen (Lindström & Lindström 2015, 257). Kyseinen kehitys ilmenee kuitenkin vasta vuosien kuluttua sijoituksesta. Ilmiö on niin sanottu ilmainen lounas osakemarkkinoilla. Kun pienemmällä riskillä saadaan ylituottoa, sijoittajalta vaaditaan kärsivällisyyttä, jotta tästä hyödytään.

Tunnuslukuja käytettäessä on muistettava, että tietyillä toimialoilla on luonnostaan keskimääräistä heikompi arvostus ja tämä saattaa johtaa homogeeniseen osakesalkkuun. Sijoittajan tulee hajauttaa sijoitukset tarpeeksi monelle toimialalle ja näin alentaa sijoitusriskiä.

Tunnuslukujen avulla seulonta on helppoa ja nopeaa. Vaivalloisempi tapa perustuu varsinaiseen yritysanalyysiin. Tärkein asia yritykselle on tehdä voittoa, mikä vaatii kysyntää yrityksen palveluille tai tuotteille. Ilman voittoa ei yritys pysty jakamaan osinkoa ainakaan pitkällä ajalla. Osakesijoittamisen ja arvosijoittamisen kannalta on tärkeää tutustua yritykseen, sen historiaan, rahoitusrakenteeseen, maksuvalmiuteen, aikaisempien vuosien kannattavuuteen, tulevaisuuden näkymiin, johtorakenteisiin ja suhdanneherkkyyteen. Yrityksen kyky tehdä tasaista tulosta vuosien aikana on tärkeää arvosijoittamisessa. Yleensä yritykset ilmoittavat tilinpäätöksessään viimeisen viiden vuoden tunnusluvut, joiden perusteella voidaan arvioida tuloksen tasaisuus. (Lindström & Lindström 2015, 293 – 257.)

Arvo-osakesijoittaminen tuli tunnetuksi sijoitustutkijoiden Faman ja Frenchin tutkimuksessa *The Cross-Section of Expected Stock Returns* kesäkuussa vuonna 1992. (Fama & French 1992; Lindström & Lindström 2015, 155.) Tutkimuksessa havaittiin, että alhaisen P/B-luvun omaavat yritykset tuottivat paremmin kuin indeksi. Arvo-osakkeiden määritelmää on tarkennettu myöhemmin. Yritykset, joilla on keskimääräistä alemmat tunnusluvut ovat luokiteltu arvo-osakkeiksi. Näitä tunnuslukuja ovat:

1. P/E-luku
2. P/B-luku
3. EV/EBIT
4. EV/EBITDA

(Sijoittaja.fi 2016.)

2.4 Tunnusluvut

Helpoin tapa tutustua yrityksen kannattavuuteen ja sitä kautta saatavaan tuottoon on vertailla tunnuslukuja. Yhteen tunnuslukuun ei voi yksinään luottaa. Kolmen tunnusluvun samanaikainen tarkastelu antaa luotettavan pohjan. Tunnusluvut korreloivat toimialan suhteen, joten tämä pitää ottaa huomioon salkkua rakentaessa. Tunnusluvut kerto-

vat vain menneen tai sen hetkisen tilanteen. Ratkaisevaa on yrityksen kannattava toiminta tulevaisuudessa. Tunnusluvut ovat hyödyllisiä vain pitkäaikaisissa sijoituksissa, lyhytaikaisissa sijoituksissa suurempi paino on markkinatunnelmalla. (TalousSuomi 2014)

2.4.1 P/E-luku

P/E-luku kuvaa osakkeen hinnan ja osakekohtaisen tuloksen suhdetta. Luku voidaan laskea joko osakekohtaisella tasolla tai yritystasolla (markkina-arvo / nettotulos). Molemmissa tapauksissa P/E-luku saa lähtökohtaisesti saman arvon.

P/E-luku kertoo, kuinka monessa vuodessa yritys tekisi markkina-arvonsa verran tuloa, mikäli tulos pysyisi ennallaan. P/E-luku vaihtelee toimialoittain. Mitä kasvuhakuisemmasta yrityksestä tai toimialasta on kyse, sitä korkeamman arvon P/E-luku yleensä saa. Sijoittaja on valmis maksamaan kasvuodotuksista.

Matalan kasvun yrityksissä ja toimialoilla P/E-luku saa yleensä keskimääräistä matalamman arvon. Suomalaisilla pörssiyrityksillä keskimääräinen P/E-luku toteutuneilla tuloksilla ja vuoden lopun kurseilla laskettuna on ollut vuosina 2001 - 2010 keskimäärin 16.

Tuloksen ollessa heikko P/E-luku nousee riippumatta yrityksen kasvuhakuisuudesta. Tuloksen ollessa negatiivinen P/E-lukua ei yleensä esitetä johtuen tulkintasyistä. (Balance consulting 2016).

2.4.2 P/B-luku

P/B-luku kuvaa osakkeen hinnan ja osakekohtaisen oman pääoman suhdetta. Luku voidaan laskea joko osakekohtaisella ja yritystasolla (markkina-arvo / oma pääoma). Molemmissa tapauksissa P/B-luku saa lähtökohtaisesti saman arvon.

P/B-luku kertoo, kuinka moninkertainen yrityksen markkina-arvo on suhteessa taseen mukaiseen omaan pääomaan. Yrityksillä, joilla oman pääoman tuotto ja kasvunäkymät ovat vaatimattomia, P/B-luku saa yleensä alhaisen arvon. Yrityksillä, joilla oman pääoman tuotto on korkea, P/B-luku saa yleensä korkean arvon.

Tyypillisiä korkean P/B-luvun aloja ovat vähän pääomaa sitovat toimialat, esimerkiksi ohjelmistotuotanto ja konsultointi. Pääomavaltaisilla toimialoilla, kuten perusteollisuudessa, P/B-luvut ovat yleensä matalia. Oman pääoman ollessa negatiivinen P/B-lukua ei yleensä esitetä tai se saa arvon 999. (Balance consulting 2016).

2.4.3 Osinkotuotto %

Yritykset voivat ilmoittaa osinkopolitiikan, jonka mukaan jakavat osakekohtaisesta tuloksestaan osinkoina. Jakosuhteeseen vaikuttaa onko arvo- vai kasvuyritys.

Osinkotuotto (dividend yield) kuvaa osingon suhdetta pörssikurssiin prosenteissa. Luku voidaan laskea joko osakekohtaisella tasolla tai yritystasolla (osingonjako yhteensä / markkina-arvo). Molemmissa tapauksissa osinkotuotto saa lähtökohtaisesti saman arvon.

Osinkotuotosta käytetään myös nimitystä efektiivinen osinkotuotto sekä lyhennettä DIV/P (dividend / price).

Osinkotuotto kertoo sijoittajalle osingon suuruuden sijoituskohteen arvoon nähden ja on siksi hyvin havainnollinen mittari. Sijoittaja voi verrata osinkotuottoa esimerkiksi korkotuottoon ottaen kuitenkin huomioon, että 1) osake on lähtökohtaisesti korkosijoitusta riskisempi sijoituskohde, ja 2) osakkeeseen liittyy osingon lisäksi myös arvonnousukomponentti.

Matalan kasvun yrityksissä ja toimialoilla osinkotuotto saa yleensä keskimääräistä korkeampia arvoja. Tämä johtuu siitä, että matalan kasvun yritykset arvostetaan tulokseen nähden keskimääräistä alemmas sekä siitä, että matalan kasvun yritykset voivat jakaa voitosta isomman osan voitonjakona, koska pääomaa ei sitoudu kasvuun.

Osingon ollessa poikkeuksellisen heikko osinkotuotto laskee riippumatta yrityksen kasvuhakuisuudesta. Heikko osinko johtuu yleensä heikosta tuloksesta. (Balance consulting 2016).

2.4.4 ROE

Oman pääoman tuotto- % on yksi tärkeimmistä omistajien ja sijoittajien käyttämistä yrityksen kannattavuutta kuvaavista mittareista. Tunnusluku kertoo yrityksen kyvystä huolehtia omistajien yritykseen sijoittamista pääomista. Luku kertoo, kuinka paljon omalle pääomalle on kertynyt tuottoa tilikauden aikana.

Yrityksen oma pääoma koostuu omistajien alkuperäisistä pääomasijoituksista sekä heidän yritykseen jättämistään voitoista. Oman pääoman tuottotaso määräytyy pitkälti omistajien asettamien tuottovaatimusten mukaan. Yrityksen on lähtökohtaisesti pystyttävä aikaansaamaan riittävää tuottoa vieraan pääoman lisäksi myös omalle pääomalle.

Oman pääoman riskisyyden vuoksi tulisi oman pääoman tuoton nousta aina markkinoilta saatavan riskittömän sijoituksen tuottoa korkeammaksi. Riskittömänä tuottona pidetään tavallisesti valtion joukkovelkakirjalainojen tuottotasoa. Koska kyseessä on oman pääoman ehtoinen sijoitus riskialttiiseen yritystoimintaan, niin riskittömään tuottoon tulee lisätä riskin määrää kuvaava riskilisä. Mitä riskisemmästä yrityksestä on kysymys, sitä suurempi tulee riskilisan ja oman pääoman tuottotason olla.

Oman pääoman tuoton viitteelliset normiarvot ovat:

Erinomainen	yli 20 %
Hyvä	15 - 20 %
Tyydyttävä	10 - 15 %
Välttävä	5 - 10 %
Heikko	alle 5 %

Tunnusluku soveltuu mittariksi myös eri toimialojen yritysten väliseen vertailuun. (Balance consulting 2016).

2.4.5 ROI

Sijoitetun pääoman tuottoprosentti on yksi tärkeimmistä tilinpäätösanalyysin tuottamista tunnusluvuista. Se mittaa yrityksen suhteellista kannattavuutta eli sitä tuottoa, joka on saatu yritykseen sijoitetulle korkoa tai muuta tuottoa vaativalle pääomalle

Sijoitetun pääoman tuotossa yrityksen tulos on suhteutettu sen saamiseksi tarvittuihin resursseihin eli yrityksen sitomaan pääomaan. Sijoitetun pääoman vähimmäistuottona on pidetty yrityksen vieraalle pääomalleen maksamaa korkoa. Omalle pääomalle ja lai-

napääomalle tulisi saada vähintään rahamarkkinoilla vallitsevan korkotason mukainen tuotto. Tavallisesti oman pääoman sijoittajat vaativat kuitenkin korkeampaa tuottoa ris-
kisille oman pääoman sijoituksilleen, kun vakuudellisen korollisen lainapääoman anta-
jat. Tämän vuoksi hyvällä kannattavuustasolla toimivan yrityksen sijoitetun pääoman
tuoton tulisi nousta selvästi lainakorkoja suuremmaksi.

Tunnusluku soveltuu mittariksi myös eri toimialojen yritysten väliseen vertailuun.

Sijoitetun pääoman tuoton viitteelliset normiarvot ovat:

Erinomainen	yli 15 %
Hyvä	10 - 15 %
Tyydyttävä	6 - 10 %
Välttävä	3 - 6 %
Heikko	alle 3 %

(Balance consulting 2016).

2.4.6 EV/EBITDA

EV/EBITDA-luku kuvaa yrityksen velattoman markkina-arvon eli ns. yritysarvon ja
käyttökäteen suhdetta.

EV/EBITDA-luku kertoo, kuinka monessa vuodessa yritys tekisi velattoman arvonsa
verran käyttökäteen, mikäli käyttökäte pysyisi ennallaan. EV/EBITDA ottaa huomioon
yrityksen velkaisuuden päinvastoin kuin P/E. EV/EBIT-luku ja EV/EBITDA-luku ovat
erityisesti yritysostajan suosimia arvostuslukuja, koska yrityskaupassa myös kohdeyri-
tyksen velat siirtyvät ostajan vastattavaksi.

EV/EBITDA-luku poikkeaa EV/EBIT-luvusta siten, että EV/EBITDA:ssa ei huomioida
poistoja. EV/EBITDA-luku kuvaa sijoituksen tai yritysoston takaisinmaksuaikaa nykyi-
sellä käyttökäteellä ikään kuin uusia investointeja ei tarvitsisi tehdä. (investoinnit pois-
tojen vastinpari)

Käyttökäte (EBITDA) on liiketulosta vertailukelpoisempi saman alan yritysten välillä,
jos yritysten investointitarpeet poikkeavat toisistaan tai menevät eri sykleissä.

Kasvuhakuisilla yrityksillä EV/EBITDA-luku on yleensä keskimääräistä korkeampi ja hitaan kasvun yrityksillä keskimääräistä matalampi.

Heikko käyttökate nostaa joka tapauksessa tunnusluvun arvoa. Käyttökatteen ollessa negatiivinen, EV/EBITDA-lukua ei yleensä esitetä johtuen tulkintasyistä. (Balance consulting 2016).

2.4.7 Omavaraisuusaste

Omavaraisuusaste mittaa yrityksen vakavaraisuutta, tappion sietokykyä sekä kykyä selviytyä sitoumuksista pitkällä tähtäimellä. Tunnusluvun arvo kertoo, kuinka suuri osuus yrityksen varallisuudesta on rahoitettu omalla pääomalla. Mitä korkeampi yrityksen omavaraisuusaste on, sitä vakaammalle pohjalle yrityksen liiketoiminta rakentuu.

Taseen omat varat muodostavat yrityksessä puskurin mahdollisia tappioita vastaan. Omavaraisuusaste kuvaa näiden puskureiden tasoa. Mikäli tappiopuskurit laskevat liian alhaisiksi, niin yksikin huono vuosi saattaa kaataa yrityksen. Yritys tulee toimeen myös matalalla omavaraisuudella, mikäli sen kannattavuus on kohtuullinen ja vakaa, eikä tappioita synny. Matala omavaraisuusaste sisältää kuitenkin suuren riskin, mikäli kannattavuus jostakin syystä heikkenee. Tästä syystä yritysten on syytä pitää riittävän suurta turvallisuuspuskuria mahdollisten huonojen vuosien varalle.

Korkean omavaraisuusasteen yrityksellä on myös selvästi suurempi liikkumavapaus, kuin heikon omavaraisuuden omaavalla yrityksellä, sillä sen riippuvuus suhdanteista ja muista toimintaympäristön muutoksista on vähäisempi. Mikäli esim. kilpailutilanne kiristyy, kestää korkean omavaraisuuden yritys heikentyttyä kannattavuutta paremmin ja pidempään, kuin heikomman omavaraisuuden omaava yritys. Taantuman aikana ensimmäisinä vaikeuksiin ajautuivat yleensä yritykset, joiden omavaraisuusasteet ovat kilpailijoitaan matalammat.

Omavaraisuusaste on tavallisesti riippuvainen yrityksen iästä. Nuori yritys on usein velkaantuneempi kuin alalla pitempään toimineet yritykset.

Omavaraisuusasteen viitteelliset ohjearvot ovat:

Erinomainen	yli 50 %
Hyvä	35 - 50 %
Tyydyttävä	25 - 35 %
Välttävä	15 - 25 %
Heikko	alle 15 %

(Balance consulting 2016).

2.5 Arvo-osakkeet ja kasvuosakkeet

Osakkeet voidaan jakaa karkeasti kahteen ryhmään eli arvo-osakkeisiin ja kasvuosakkeisiin. Arvo-osakkeiden tuotto on usein vakaampaa kuin kasvuosakkeiden, mutta molemmat ovat muotiosakkeita eri aikoina. Arvoyritysten substanssiarvo on lähellä yrityksen osakkeen hintaa, kun taas kasvuyrityksillä osakkeen hinta on usein korkeampi kuin substanssiarvo. Tunnusluvulla P/B voi erotella arvo- ja kasvuosakkeet. (Leppiniemi 2002, 94.)

2.6 Sijoittaminen tunnuslukujen perusteella

Kolmea tunnuslukua vertailemalla sijoittaja saavuttaa ylituottoa. Nykypäivänä nämä kolme tunnuslukua on helppo laskea tai löytää yritysten kotisivuilta, pankkien tai Kaupalehden verkkosivuilta. Talouslehdet listaavat kyseisiä tunnuslukuja.

TAULUKKO 2. Suomalaisen pörssiosakkeiden vuotuinen kokonaistuotto 28.2.2002 - 30.6.2011, prosenttia. Lindström 2011, 381.

	Ryhmitys P/B-luvun mukaan	Ryhmitys P/E-luvun mukaan	Ryhmitys osinkotuoton mukaan	Ryhmitys kolme tunnusluku yhdistelemällä
Ylimmän kvartaalin keskituotto	11,4	13,9	14,3	15,6
Toisen kvartaalin keskituotto	12,4	14,6	13,5	11,5
Kolmannen kvartaalin keskituotto	12,7	11,5	13,2	10,9
Alimman kvartaalin keskituotto	9,5	3,6	1,7	6,7
Kaikkien osakkeiden keskituotto	11,5	11,5	11,5	11,5

2.6.1 P/B-luvun mukaan

Taulukko 2 osoittaa, että ylimmän kvartaalin tuotto jäi 0,1 % kaikkien osakkeiden keskituotosta. Pienimmän P/B-luvun omaavilla yrityksillä on myös syynsä niiden aliarvostukseen. Vaikka osake on aliarvostettu, siihen voi olla hyvä syy eikä näihin yrityksiin kannata sijoittaa. Jos alhaisen P/B-luvun omaava yritys ei jaa osinkoa, on kyseenalais-tettava yrityksen tuloksenteekokyky. (Lindström 2011, 381.)

2.6.2 P/E-luvun mukaan

P/E-lukuja vertailemalla sai tehokkaamman tuloksen kuin P/B-luvulla. Ylin kvartaali tuotti 13,9 %:a ja alin kvartaali 3,6 %:a. Toisen kvartaalin 14,6 %:n tuotto on kuitenkin

huomioitavaa. Pelkästään P/E-lukua käyttämällä ei pääse parhaaseen tuottoon. (Lindström 2011, 382.)

2.6.3 Osinkotuotto %

Taulukko 2 osoittaa, että osinkotuotto % on edellä mainituista paras tunnusluku ja sitä käyttämällä löytyivät parhaat aliarvostetut ja pitkällä aikavälillä parhaiten tuottavat osakkeet. Taulukko 2 osoittaa myös kuinka alin kvartaali tuotti vain 1,7 % ja kuinka tärkeä hyvä osinko on. Alimmasta kvartaalista vain yksi yritys maksoi osinkoa. Ylimmän kvartaalin alhaisin osinkotuotto % oli 5,9 %. (Lindström 2011, 382 - 383.)

Sijoittaja ei voi pelkästään luottaa hyvään osinkotuottoon. Hyvällä liiketoiminnalla yritys voi jakaa osinkoa tulevaisuudessa. Yritykset eivät voi jakaa loputtomiin hyvää osinkoa, mikäli liikevaihto ja liikevoitto laskevat jatkuvasti.

(Lindström 2011, 383.)

”Ilari Hietanen vertaili tuoreessa tutkimuksessaan, *Dividend yield strategies in Europe. Performance in bull and bear markets*, erilaisia sijoitusstrategioita Euroopan osake-markkinoilla.” Tutkimuksessa aikajanana käytettiin vuosia 1988 – 2008. Koko periodin aikana 25 eniten osinkoa jakavaa yritystä tuottivat 11,86 % vuosittain. Samana aikana osinkoa jakamattomat yritykset tuottivat 5,17 % vuosittain. Vuosina 1988 – 1998 25 eniten osinkoa jakavat tuottivat vuosittain 22,83 % ja osinkoa jakamattomat yritykset tuottivat vuosittain 13,92 %. Vuosina 1998 – 2008 25 eniten osinkoa jakavat tuottivat vuosittain 1,89 % ja osinkoa jakamattomat yritykset tuottivat vuosittain -2,79 %. Eniten osinkoa jakavat yritykset ovat tuottaneet paremmin kuin osinkoa jakamattomat yritykset koko 20 vuoden periodilla. ”Näyttäisi siis siltä, että osinkostrategian tuottavuus on viime vuosina ehkä laskenut.” Tärkeintä osinkostrategiassa on osinkojen sijoittaminen takaisin osakkeisiin. (Puttonen 2009, 141 - 142.)

2.6.4 Tunnuslukujen tehostaminen

Kuten taulukosta 2 näkyy, käyttämällä yhtä tunnuslukua ei päästä juurikaan indeksiä parempaan tuottoon. Kun tunnusluvut laskettiin yhteen, pelkästään ensimmäisen kvartaalin kolmen tunnusluvun avulla päästiin 15,6 % vuotuisen tuottoon indeksiin jääden 11,5 %. Kolme parasta yritystä eivät kuitenkaan mahtuneet ensimmäiseen kvartaaliin.

Tämän takia sijoittajan tulee ymmärtää yrityksen liiketoimintaa, punnita vahvuudet ja heikkoudet, lukea tilinpäätökset sekä seurata taloutta yleisellä tasolla. Tällä tavalla on mahdollista saada jopa parempaa tuottoa kuin ensimmäinen kvartaali. (Lindström 2011, 379.)

Tärkein yksittäinen tapahtuma vuodessa on yhtiökokous. Yhtiökokouksen sisältöön kuuluvat tilinpäätöksen vahvistaminen, voittovarojen käyttämisestä päättäminen, hallituksen ja tilintarkastajien valitseminen sekä heidän palkkioistaan päättäminen. Mielenkiintoisin kohta yhtiökokouksessa on toimitusjohtajan katsaus, joka voi valaista tulevaisuuden näkymiä. Vapaamuotoinen keskustelu yrityksen päättäjien kanssa voi olla myös antoisa. Analyytikkojen välityksellä nämä käsitykset välittyvät raportteihin, jotka pien-sijoittaja voi lukea. (Lindström & Lindström 2015, 71.)

2.7 Arvosijoittamisen hyödyt

”Value investing” on varmasti tuttu kaikille vakavasti sijoitustoimintaa harjoittaville. Arvosijoittajiin kuuluu maailman kuuluisin ja menestynein sijoittaja Warren Buffet sekä hänen esikuvansa ja nykyaikaisen sijoitustutkimuksen luoja Benjamin Graham. (Lindström & Lindström 2015, 137.)

Osakkeiden hankinta pelkän nopean kurssinousun toivossa ei ole vakavasti otettavaa sijoitustoimintaa vaan lähinnä kurssikeinottelua. Historiassa ei ole juurikaan sijoittajia, jotka ovat tällä menetelmällä rikastuneet. Suurimmat omaisuudet on tehty arvosijoittamisella. Arvosijoittamisessa sijoittaja arvioi yrityksen todellisen arvon ja noudattaa kurinalaisesti pitkäjänteistä sijoitussuunnitelmaa. Kasvusijoittamisessa sijoittaja tukeutuu epäluotettaviin tulevaisuuden odotuksiin, jotka yleensä ovat liian optimistisia. (Lindström & Lindström 2015, 137.)

Erään koulukunnan mukaan osakemarkkinat ovat aina oikeassa ja näin ollen aliarvostettuja osakkeita ei olisi olemassa. Tämä ei kuitenkaan pidä paikkaansa, koska sijoituspäätöksiä tekevät ihmiset eivätkä robotit. Kun päätöksiä tekevät ihmiset, joiden omia tai muiden varoja he sijoittavat, päätöksen tekoon liittyy harkinnan ja järjenkäytön tulkintoja. Nämä vaikuttavat järkevään päätöksentekoon. Arvosijoittaja ei usko markkinoiden olevan aina oikeassa, muuten koko arvosijoittamista ei olisi olemassakaan. Arvosijoitta-

ja hyöttyy muiden sijoittajien käyttäytymisvirheistä ja kurinalaisesta arvostrategiasta. (Lindström & Lindström 2015, 138.)

Arvosijoittaja hyöttyy muiden sijoittajien tarpeesta mennä joukon mukana ja sijoitusyh-tiöiden indeksiin vertaamisesta. On myös pelko jäädä ilman voittoja, kun muut ovat hyöttyneet kurssinoususta. Ilmiön ylilyönnit korostuvat suuremmiksi sijoittajaryhmän ollessa homogeenisempi.

Usein myös sijoittaja ylipainottaa kasvumahdollisuuksia ja näin maksetaan ylihintaa kasvunäkymistä mitkä saattavat olla liian optimistisia. Esimerkiksi IT-kuplan aikana sijoittajat sijoittivat teknologiayrityksiin, joilla oli tavattoman korkeat P/E-luvut ja taka-na voimakas nousukausi. Sijoittajilla tuntuu myös olevan liiallinen itsevarmuus omaan sijoittamiseen, joka estää riskianalyysin. (Lindström & Lindström 2015, 139.)

Aliarvostetut osakkeet ovat tuottaneet paremmin kuin kasvuosakkeet. Tieteellisissä tut-kimuksissa on päädytty tulokseen, jossa alhaisen P/E-, P/B-luvun ja korkean osinko-tuoton osakkeet ovat tuottaneet paremmin kuin kasvuosakkeet. Taulukosta 3 löytyy ajanjakso, jolloin kasvuosakkeet ovat tuottaneet paremmin kuin arvo-osakkeet. Ennen teknologiakuplaa kasvuosakkeet tuottivat paremmin kuin arvo-osakkeet. Pitkällä aika-välillä yliarvostettujen osakkeiden ostaminen johtuu kasvuosakkeiden ostamisesta kor-kean P/E-luvun perusteella. (Kivisaari & Puttonen 1998, 123 - 124.)

TAULOKKO 3. Osakkeiden keskimääräinen vuotuinen kokonaistuotto USA:ssa, pro-senttia. (Lindström 2007, 123.)

	Russell Top 200		Russell 2000		
	Kasvu-osakkeet	Arvo-osakkeet	Kasvu-osakkeet	Arvo-osakkeet	S&P 500-indeksi
1996 - 1999	33,32	22,18	16,16	10,18	26,42

3 TUTKIMUS TUNNUSLUKUJEN PERUSTEELLA

Tutkimusosa vertaa pelkkien tunnuslukujen perusteella valittujen osakkeiden kurssine-
nestystä ryhmien välillä sekä indeksiin aikavälillä 2.1.2014 – 30.9.2016. Tutkimuksessa
käytetyt tunnusluvut ovat P/E, P/B ja osinkotuotto %. Yritysten tunnusluvut ovat vuo-
den 2013 lopusta Osuuspankin sijoitussivuilla. Tunnuslukuaineisto on kerätty Excel-
taulukkolaskentaohjelmaan, jolla yritykset on järjestetty tunnuslukujen mukaan järjes-
tykseen. (Osuuspankki 2016.)

Yrityksiä, jotka olivat Helsingin pörssissä aikavälillä 2.1.2014 - 30.9.2016 löytyi 77
kappaletta Osuuspankin sijoitussivuilla. Osakkeita verrattiin painorajoitettuun indeksiin,
jossa yhden osakkeen enimmäispaino on 10 % indeksin kokonaismarkkina-arvosta, joka
sisältää osinkotuoton, OMXH CapGI (Nasdaq OMXH 2016). Tämän tutkimuksen heik-
kous on lyhyt aikaväli sekä yritysten suhteellinen vähäisyys. Aikaisemmat tutkimustu-
lokset todistavat arvosijoittamisen olevan kannattavampaa kuin kasvusijoittaminen pit-
källä aikavälillä. Tämä tutkimus analysoi onko arvosijoittaminen lyhyellä aikavälillä
kannattavampaa kuin kasvusijoittaminen.

Yritykset ovat tunnuslukujen P/E:n, P/B:n ja osinkotuotto %:n mukaan järjestyksessä.
Yritykset on järjestetty ensin P/E-luvun mukaan järjestykseen pienimmästä suurimpaan.
Pienimmän P/E-luvun omaava yritys sai yhden pisteen, toiseksi pienimmän P/E-luvun
omaava yritys sai kaksi pistettä. Tapa jatkui siihen asti, kunnes tuli yritys, jolla ei ollut
P/E-lukua negatiivisen tuloksen takia. Yritykset joilla oli negatiivinen tulos, saivat yh-
den pisteen enemmän kuin yritys jolla oli suurin P/E-luku. (Liite 1)

Toisessa vaiheessa yritykset ovat P/B-luvun mukaisessa järjestyksessä. Pienimmän P/B-
luvun omaava yritys sai yhden pisteen, toiseksi pienimmän P/B-luvun omaava yritys sai
kaksi pistettä. Tapaa jatkui siihen asti, kunnes jokaisella yrityksellä oli piste P/B-luvun
mukaan. (Liite 1)

Viimeisessä vaiheessa yritykset ovat osinkotuotto %:n mukaisessa järjestyksessä. Suu-
rimman osinkotuotto %:n omaava yritys sai yhden pisteen, toiseksi suurimman osinko-
tuotto %:n omaava yritys sai kaksi pistettä. Tapaa jatkui siihen asti, kunnes tuli yritys,
joka ei jakanut osinkoa. Yritykset, jotka eivät jakaneet osinkoa, saivat yhden pisteen
enemmän kuin yritys, joka jakoi vähiten osinkoa. (Liite 1)

Lopuksi yritykset on järjestetty neljään ryhmään tunnuslukujen P/E:n, P/B:n ja osinkotuotto %:n mukaan. Pisteet on laskettu yhteen tunnusluvuista P/E, P/B ja osinkotuotto %. Lopputuloksessa tunnusluvuilla on sama painoarvo. Ensimmäisen ryhmän yritykset saivat pienimmän summan tunnuslukujen pisteistä, neljännen ryhmän yritykset taas suurimman summan.

Ryhmässä yksi ovat tunnuslukujen perusteella arvoyritykset. Ryhmässä on yritykset: Sponda PLC, Aktia PLC, UPM-Kymmenen Corporation, Neste Corporation, Fortum Corporation, Nordea Bank AB, Finnair Oyj ja Telia Company AB. (Liite 1)

Ryhmässä neljä ovat kasvuyritykset. Ryhmässä on yritykset: Cargotec Oyj, Wärtsilä, Olvi PLC, Kone Oyj, Marimekko Oyj, Comptel Corporation ja Bittium Oyj. (Liite 1)

Ryhmissä kaksi ja kolme ovat näiden sekoitukset. Ryhmässä kaksi on yritykset: Stora Enso Oyj, Elisa Corporation, Yit Corporation, Kesko Corporation, Kemira Oyj, Metso Oyj, Teleste Oyj ja Metsä Board Oyj. Ryhmässä kolme on yritykset: Ramirent PLC, Atria PLC, Nokian Tyres, Aspo PLC, Nokia Corporation, Huhtamäki Oyj, Outotec Oyj, Capman PLC ja Konecranes PLC. (Liite 1)

Yrityksiä on yhteensä 77 kappaletta, joten ne eivät mene tasan neljään ryhmään. Ryhmissä yhdestä kolmeen on 19 yritystä ja ryhmässä neljä on 20 yritystä. Tämä on otettu huomioon tuloksissa käyttämällä ryhmien keskiarvoja.

Tutkimuksessa ei ole huomioitu kaupankäyntikuluja eikä veroja. Kaupankäyntikuluja ei huomioitu, koska ne riippuvat arvo-osuustilin ehdoista ja nämä summat olisivat vaikuttaneet liikaa osingon uudelleen sijoittamisessa.

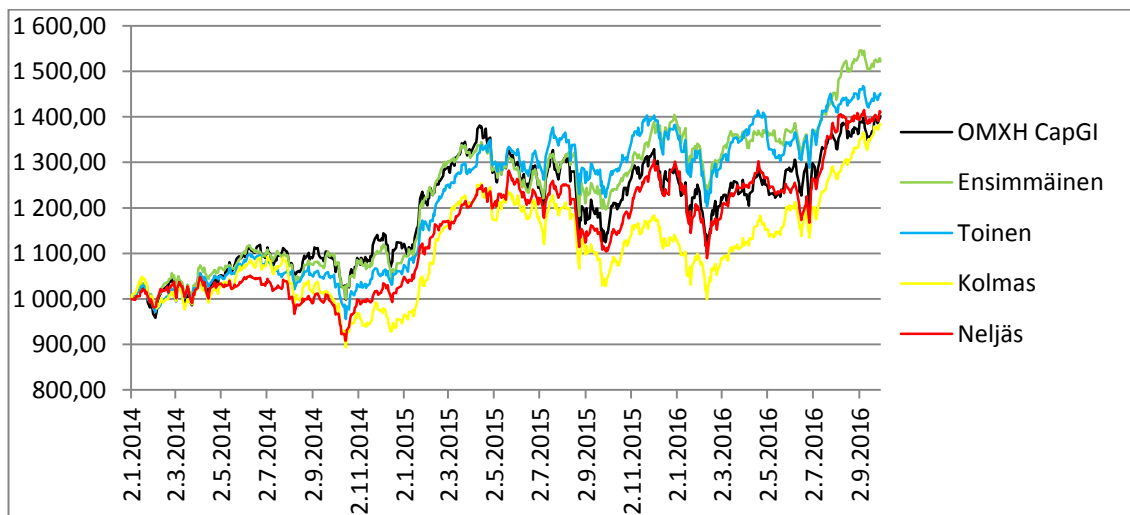
2.1.2014 sijoittaja osti jokaisen 77 yrityksen osakkeita 1 000,00 eurolla. Jos yritys jakaa osinkoa, irtoamispäivänä osinkojen summalla ostetaan ko. yrityksen osakkeita lisää. Sijoittajalla pitää olla likviditeettiä, jolla ostaa osakkeita irtoamispäivänä ennen osinkojen maksupäivää.

4 TUTKIMUSTULOKSET

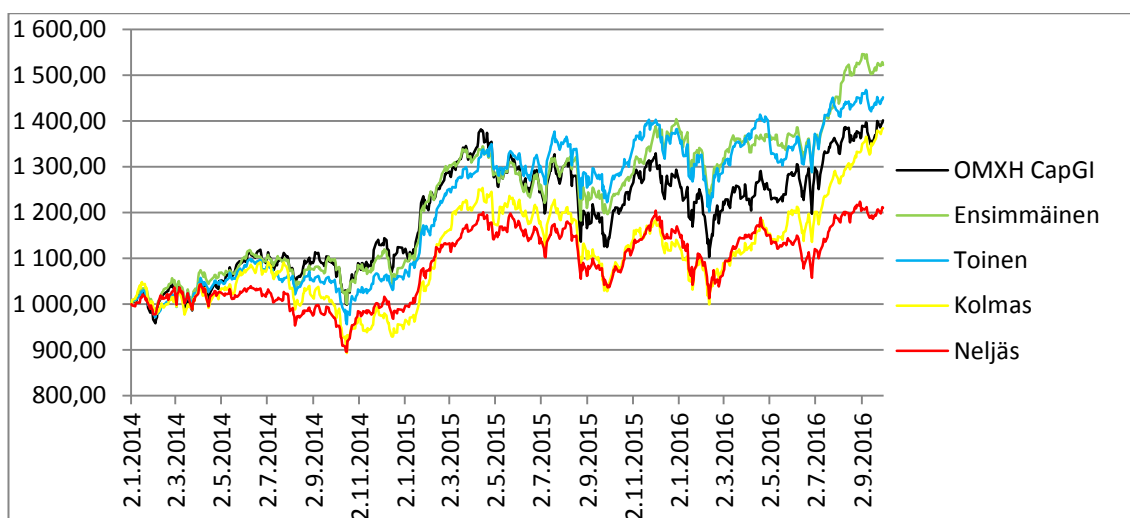
Sijoittaja tarkastaa tulosta 30.9.2016. Kuvio 1 ja taulukko 3 osoittavat, että ensimmäinen ryhmä tuotti selvästi enemmän kuin muut ryhmät ja indeksi. Ensimmäinen ryhmä tuotti 1.1.2014 – 30.9.2016 aikana 52,20 %. Vain kolmas ryhmä hävisi indeksille, tuottaen 38,38 %. Neljännen ryhmän hyvää tuottoa 41,00 % selittää Comptel Oyj, jonka tuotto oli huikeat 419,50 %. Indeksi tuotti 40,13 %. Kuvio 2 ja taulukko 4 osoittavat, että ilman Comptel Oyj:tä neljännen ryhmän tuotto on 21,08 % jolloin se häviää indeksille 19,05 %.

Keskiarvallisesti arvo-osakkeet tuottivat paremmin kuin kasvuosakkeet aikajaksolla 2.1.2014 – 30.9.2016 mutta parhaiten tuotti kasvuosake Comptel Oyj (Liite 2). Huonoiten tuotti kasvuosake Honkarakenne Oyj, tuotto -50,75 % (Liite 2). Arvo-osakkeista eQ Oyj, Neste Oyj ja Scanfil Oyj tuottivat 259,80 %, 189,82 % ja 179,78 % ollen sijoilla toinen, kolmas ja neljäs (Liite 2).

Tuloksista näinkin lyhyellä aikavälillä voi todeta, että sijoittajan kannattaa valita yrityksiä pelkästään tunnuslukujen perusteella. Todennäköisesti perehtymällä yrityksiin perusteellisemmin tuotto myös nousisi (Lindström & Lindström 2015, 385).



KUVIO 1. Ryhmien tuotot 1.1.2014 – 30.9.2016.



KUVIO 2. Ryhmien tuotot 1.1.2014 – 30.9.2016 ilman Comptel Oyj:tä.

Taulukot 3 ja 4 esittävät kuinka tärkeää sijoittajan on valita oikeat kasvuyritykset. Ilman Comptelin tuottoa 419,50 % neljännen ryhmän tuotto on vain 21,08 % ja hävinnyt indeksille 19,05 %.

TAULUKKO 3. Ryhmien tuotot

	Tuotto %	Verrattuna OMXH CapGI
Ensimmäinen	52,20 %	12,07 %
Toinen	45,18 %	5,06 %
Kolmas	38,38 %	- 1,74 %
Neljäs	41,00 %	0,87 %
OMXH CapGi	40,13 %	

TAULUKKO 4. Ryhmien tuotot ilman Comptel Oyj:tä.

	Tuotto	Verrattuna OMXH CapGI
Ensimmäinen	52,20 %	12,07 %
Toinen	45,18 %	5,06 %
Kolmas	38,38 %	-1,74 %
Neljäs	21,08 %	-19,05 %
OMXH CapGi	40,13 %	

Taulukko 5 osoittaa ensimmäisen ryhmän tuottaneen osinkoa 19,06 %, neljäs ryhmä vain 7,24 %. Toinen ryhmä on tuottanut osinkoa 17,14 % ja kolmas ryhmä 11,70 %. Osingolla on suuri vaikutus myös yritysten kurssikehitykseen. Pitkällä aikavälillä korkoa korolle ilmiö on voimakas. Taulukko 6 osoittaa neljännen ryhmän osinkotuoton olevan 6,98 % ilman Comptel Oyj:tä.

TAULUKKO 5. Osinkotuotto

Osinko	
Ensimmäinen	19,06 %
Toinen	17,14 %
Kolmas	11,70 %
Neljäs	7,24 %

TAULUKKO 6. Osinkotuotto ilman Comptel Oyj:tä.

Osinko	
Ensimmäinen	19,06 %
Toinen	17,14 %
Kolmas	11,70 %
Neljäs	6,98 %

5 POHDINTAA

Aikaisemmassa kappaleessa tulokset on analysoitu numeroina ja kaavioina. Tässä kappaleessa pohditaan tuloksia syvällisemmin ja syitä tuloksiin.

Arvo-osakkeet tuottivat paremmin kuin kasvuosakkeet 1.1.2014 – 30.9.2016 välisenä aikana. Osakkeen kokonaistuotto muodostuu osakkeen arvonvaihtelusta ja osingosta. Arvo-osakkeet tuottivat 52,20 % ja kasvuosakkeet 41,00 %. Toinen ryhmä tuotti 45,18 % ja kolmas ryhmä tuotti 38,38 %. Indeksi tuotti 40,13 %. Tutkimus todistaa, että yritykset joilla on matalat tunnusluvut P/E ja P/B tuottavat paremmin kuin kasvuosakkeet ja indeksi.

Arvo-osakkeet jakoivat enemmän osinkoa (19,06 %) kuin kasvuosakkeet (7,24 %) ja osingoilla osakkeiden ostaminen kasvatti korkoa korolle ilmiötä. Tutkimus todistaa, että yritykset joilla oli korkea osinkotuotto % tuottivat paremmin kuin kasvuosakkeet ja indeksi. Menestyvät yritykset pystyivät jakamaan voitosta enemmän osinkoa, kun taas kasvuyrityksillä kassavirta kuluu investointeihin. Arvo-osakkeilla osinkotuotto oli kokonaistuotosta prosentuaalisesti suurempi kuin kasvuosakkeilla.

Sijoittamalla pelkästään tunnuslukujen perusteella arvo-osakkeisiin tuotto oli parempi kuin kasvuosakkeilla ja indeksillä. Todennäköisesti perehtymällä yrityksiin paremmin myös tuotto olisi ollut parempi. Arvo-osakkeita oli yhteensä 19 kappaletta joista vain kolme jäi arvoonsaan eli niiden tuotto oli negatiivinen. Arvoonsaan jääneet yritykset olivat Apetit Oyj, Stockmann PLC ja Telia Company AB (Liite 2). Perehtymällä yrityksiin paremmin sijoittaja olisi voinut olla sijoittamatta arvoonsaan jääneisiin yrityksiin. Tutkimus pääsi samoihin tuloksiin kuin Lindström ja Lindström (2015) kirjassaan.

Kasvuosake Comptel Oyj tuotti parhaiten (419,50 %) kaikista osakkeista. Kasvuosakkeista Ponsse Oyj tuotti 171,93 % ja Bittium Oyj tuotti 145,94 %. Kasvuosakkeissa on myös hyvin menestyviä yrityksiä mutta niiden löytäminen on vaikeaa tunnuslukujen P/E, P/B ja osinkotuotto %:n perusteella. Kasvuosakkeita oli yhteensä 20 kappaletta joista kahdeksan tuotto oli negatiivinen (Liite 2). Nämä yritykset olivat Tulikivi Oyj, Glaston Corporation, Honkarakenne Oyj, PKC Group Oyj, Exel Composites PLC, Pöyry PLC, Marimekko Oyj ja Caverion Oyj.

LÄHTEET

Balance consulting. 2016. EV/EBITDA-luku. Luettu 30.10.2016.
http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut/evebitda_luku

Balance consulting. 2016. Oman pääoman tuotto-% (ROE). Luettu 30.10.2016.
http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut/oman_paaoman_tuotto

Balance consulting. 2016. Omavaraisuusaste-%. Luettu 30.10.2016.
<http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut/omavaraisuusaste>

Balance consulting. 2016. Osinkotuotto-%. Luettu 30.10.2016.
<http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut/osinkotuotto>

Balance consulting. 2016. P/B-luku. Luettu 30.10.2016.
http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut/pb_luku

Balance consulting. 2016. P/E-luku. Luettu 30.10.2016.
http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut/pe_luku

Balance consulting. 2016. Sijoitetun pääoman tuotto-% (ROI). Luettu 30.10.2016.
http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut/sijoitetun_paaoman_tuotto

Fama, E., F. ja French, K., R. 1992. Journal of Science. The Cross-Section of Expected Stock Returns. 428 - 465. Luettu 22.11.2016.
http://www.bengrahaminvesting.ca/Research/Papers/French/The_Cross-Section_of_Expected_Stock_Returns.pdf

Heikkilä T. 2016. Sijoittaja.fi. Helsingin pörssin arvo-osakkeet. Luettu 21.11.2016.
<http://www.sijoittaja.fi/42919/helsingin-porssin-arvo-osakkeet/>

Heikkilä T. 2014. Sijoittaja.fi. Miksi osakemarkkinoiden suuntaa on lähes mahdoton ennustaa?. Luettu 21.11.2016. <http://www.sijoittaja.fi/14569/miksi-osakemarkkinoiden-suuntaa-on-lahes-mahdoton-ennustaa/>

Kivisaari, T. & Puttonen, V. 1998. Vaurastuminen, varteenotettava vaihtoehto. Helsinki: WSOY.

Leppiniemi, J. 2002. Pörssikurssi. Helsinki: WSOY.

Lindström, K. & Lindström, T. 2011. Onnistu osakemarkkinoilla. Helsinki: Talentum.

Lindström, K. & Lindström, T. 2015. Onnistu osakemarkkinoilla. Helsinki: Talentum.

Lindström, K. 2007. Vaurastu arvo-osakkeilla. Helsinki: Talentum.

Morningstar 2016. Dow Jones Industrial Average –indeksi. Luettu 21.11.2016.
<http://www.morningstar.fi/fi/glossary/100934/dow-jones-industrial-average--indeksi.aspx>

Morningstar 2014. Pitkän ajan sijoittajan kannattaa satsata osakkeisiin. Luettu 5.11.2016. <http://www.morningstar.fi/fi/news/121542/pitkauml%3Bn-ajan-sijoittajan-kannattaa-satsata-osakkeisiin.aspx>

Morningstar 2014. Yhdestä markasta 364 osakkeissa. Luettu 21.11.2016. <http://www.morningstar.fi/fi/news/121466/yhdestauml%3b-markasta-364-osakkeissa.aspx>

Morningstar 2013. Optimal portfolios for the long run. Luettu 5.11.2016. <http://corporate.morningstar.com/ib/documents/MethodologyDocuments/ResearchPapers/Optimal%20Portfolios%20for%20the%20Long%20Run.pdf>

Nasdaq OMX. 2016. Kurssit. Luettu 8.12.2016. <http://www.nasdaqomxnordic.com/>

Osuuspankki. 2016. Markkinat. Luettu 8.12.2016. <https://www.op.fi/op/henkiloasiakkaat/saastot-ja-sijoitukset/kurssit-ja-markkinat/markkinat?valilehti=true&id=32408&srcpl=3>

Puttonen, V. 2009. Osta halvalla, myy kalliilla. Helsinki: WSOYpro Oy.

Stock-Trading-Warrior 2016. Stock Market History Graph of the Dow Jones Industrial Average (1900-Present). Luettu 20.10.2016. <http://www.stock-trading-warrior.com/Stock-Market-History-Graph.html>

TalousSuomi. 2014. Osakesijoittamisen tunnusluvut. Luettu 5.11.2016. <http://www.taloussuomi.fi/sijoitus/osakesijoittamisen-tunnusluvut>

LIITTEET

1 (8)

Liite 1. Ryhmät tunnuslukujen perusteella

Ensimmäinen ryhmä	P/E	P/B	Osinkotuotto %	Pisteet P/E-luvun mukaan	Pisteet P/B-luvun mukaan	Pisteet osinkotuotto %:n mukaan	Yhteensä
SPONDA PLC	8,3	0,7	5,3	4	5	11	20
CITYCON OYJ	9,6	0,8	6,4	8	7	6	21
AKTIA BANK PLC A	10,3	0,9	5,2	9	10	13	32
APETIT OYJ (LP)	12	0,8	5,1	10	8	15	33
UPM-KYMMENE CORPORATION	13,2	0,9	4,9	12	11	16	39
SRV GROUP PLC	8,8	0,5	3,6	6	2	36	44
NESTE CORPORATION	7,7	1,3	4,5	3	25	21	49
FORTUM CORPORATION	13,5	1,5	6,6	14	35	5	54
SCANFIL OYJ	9,5	1	3,7	7	16	33	56

NORDEA BANK AB FDR	12,6	1,3	4,4	11	27	23	61
RAUTE CORPO- RATION A (LP)	24	1,2	7,2	46	21	2	69
FINNAIR OYJ	4	0,5	0	1	1	68	70
ILKKA- YHTYMÄ OYJ 2	8,5	1,3	3,5	5	26	39	70
EQ PLC	24,6	1,2	6,6	47	22	4	73
SAMPO PLC A	13,8	1,6	4,6	16	39	18	73
STOCK- MANN PLC B	16,5	0,9	3,6	24	13	37	74
TELIA COMPA- NY AB	15,2	2	5,7	20	48	9	77
CRAMO OYJ	15,7	1,3	3,9	21	28	29	78
FISKARS CORPO- RATION	17,4	2,5	16,7	27	53	1	81

Toinen ryhmä	P/E	P/B	Osinkotuotto %	Pisteet P/E-luvun mukaan	Pisteet P/B-luvun mukaan	Pisteet osinkotuotto %:n mukaan	Yhteensä
STORA ENSO OYJ R	17,8	1,1	3,7	30	18	34	82
RAPALA VMC CORPORATION	16,8	1,6	4,6	25	40	19	84
ORIO-LAKD OYJ	7,1	1	0	2	15	68	85
ELISA CORPORATION A	14,5	3,6	6,7	18	68	3	89
YIT CORPORATION	13,6	1,8	3,7	15	43	35	93
DIGIA PLC	-	1,1	5,3	63	19	12	94
TIETO CORPORATION	19,2	2,3	5,5	34	50	10	94
KESKO CORPORATION B	-	1,1	5,2	63	20	14	97
KEMIRA OYJ	18,1	1,7	4,4	32	42	24	98
SANOMA CORPORATION	16	0,9	1,6	23	12	64	99
METSO OYJ	13,3	3,1	4,1	13	62	25	100
ORION CORPORATION B	14	5,6	6,1	17	76	8	101
KESKISUOMALAINEN OYJ A	20,7	1,6	4,5	39	41	22	102
AFFECTO PLC (LP)	17,6	1,5	3,5	28	36	40	104
OKMETIC OYJ (T)	21,9	1,4	3,9	41	33	30	104
TELESTE OYJ	-	1,2	4,5	63	24	20	107

ERICSSON AB SER.B	21,1	1,8	3,8	40	44	32	116
METSÄ BOARD OYJ B	20,4	1,3	2,9	38	29	49	116
TECHNO- POLIS PLC	29	0,7	2,3	50	6	60	116

Kolmas ryhmä	P/E	P/B	Osinko- tuotto %	Pisteet P/E-luvun mukaan	Pisteet P/B-luvun mukaan	Pisteet osinko- tuotto %:n mu- kaan	Yhteensä
RAMI- RENT PLC	19,5	2,7	4	35	55	27	117
HKSCAN OYJ A	-	0,5	2,7	63	4	52	119
AHLST- ROM CORPO- RATION	-	1,2	3,6	63	23	38	124
ATRIA PLC A (LP)	-	0,5	2,2	63	3	62	128
NOKIAN TYRES	25	3,3	4,7	48	64	17	129
ALMA MEDIA CORPO- RATION	18,7	2,5	3,3	33	54	43	130
ASPO PLC (LP)	22,5	1,9	3,5	42	47	42	131
NOKIA CORPO- RATION	116	3,2	6,4	61	63	7	131
LASSILA & TIKANOJA PLC	15,9	2,8	2,7	22	58	53	133
HUHTA- MÄKI OYJ	20,2	2,3	3,1	37	52	45	134
OUTOTEC OYJ	14,9	2,9	2,6	19	59	56	134

OUTO-KUMPU OYJ	-	0,8	0	63	9	68	140
F-SECURE CORPORATION	17	4	3,2	26	71	44	141
AMER SPORTS CORP	19,7	2,3	2,6	36	51	55	142
CAPMAN PLC B	-	1,5	3,5	63	38	41	142
LEMMINKÄINEN CORPORATION	-	0,9	0	63	14	68	145
RAISIO PLC VAIHTO-OSAKE	26,5	2,1	3	49	49	47	145
VAISALA OYJ	38,7	2,7	3,9	57	57	31	145
KONECRANES PLC	30,9	3,5	4,1	53	67	26	146

Neljäs ryhmä	P/E	P/B	Osinko- tuotto %	Pisteet P/E-luvun mukaan	Pisteet P/B-luvun mukaan	Pisteet osinko- tuotto %:n mu- kaan	Yhteensä
TULIKIVI OYJ A	-	1	0	63	17	68	148
CARGO- TEC OYJ	30,1	1,4	1,6	52	34	65	151
GLASTON CORPO- RATION	44,4	1,5	2,5	58	37	57	152
WÄRTSILÄ	17,8	3,8	2,9	31	70	51	152
COMPTel CORPO- RATION	24	1,8	2,1	45	45	63	153
OLVI PLC A	17,7	3,5	2,3	29	66	61	156
EFORE OYJ	-	1,3	0	63	30	68	161
HONKA- RAKENNE OYJ B (LP)	-	1,3	0	63	31	68	162
PKC GROUP OYJ	37,4	2,7	2,9	56	56	50	162
PANOS- TAJA OYJ	-	1,3	0	63	32	68	163

TIKKURILA OYJ	-	4,2	4	63	74	28	165
KONE OYJ	23,5	10	3	44	77	48	169
PONSSE OYJ	29,7	4	3,1	51	72	46	169
EXEL COM- POSITES PLC	22,6	3	0	43	61	68	172
PÖYRY PLC	70,2	1,8	0	60	46	68	174
UPONOR OYJ	37	3,6	2,7	55	69	54	178
MARI- MEKKO OYJ	-	2,9	2,5	63	60	58	181
CAVERI- ON OYJ	31,7	4,5	2,5	54	75	59	188
BASWARE CORPO- RATION	125	3,3	0,9	62	65	66	193
BITTIUM OYJ	51,2	4,2	0,8	59	73	67	199

Liite 2. Osakkeiden tuotot

Yritys	Tuotto
COMPTEL CORPORATION	419,50 %
EQ PLC	259,80 %
NESTE CORPORATION	189,82 %
SCANFIL OYJ	179,78 %
PONSSE OYJ	171,93 %
BITTIUM OYJ	145,94 %
HUHTAMÄKI OYJ	144,51 %
TELESTE OYJ	144,50 %
OKMETIC OYJ (T)	103,83 %
TIETO CORPORATION	103,54 %
ELISA CORPORATION A	101,23 %
ORION CORPORATION B	99,65 %
F-SECURE CORPORATION	98,90 %
AMER SPORTS CORP	95,64 %
METSÄ BOARD OYJ B	86,15 %
KESKO CORPORATION B	81,27 %
OUTOKUMPU OYJ	75,86 %
UPM-KYMMENE CORPORATION	75,64 %
ALMA MEDIA CORPORATION	75,05 %
ORIOLA-KD OYJ	73,20 %
AHLSTROM CORPORATION	69,15 %
CRAMO OYJ	64,18 %
CARGOTEC OYJ	60,74 %
FINNAIR OYJ	59,06 %
BASWARE CORPORATION	56,99 %
SPONDA PLC	55,21 %
KONE OYJ	52,09 %
VAISALA OYJ	48,08 %
SANOMA CORPORATION	46,98 %
SRV GROUP PLC	41,11 %
PANOSTAJA OYJ	40,80 %
KONECRANES PLC	39,50 %
ATRIA PLC A (LP)	32,88 %
ASPO PLC (LP)	32,74 %
AKTIA BANK PLC A	30,85 %
ERICSSON AB SER.B	29,25 %
SAMPO PLC A	28,69 %
LASSILA & TIKANOJA PLC	28,44 %

CITYCON OYJ	27,58 %
UPONOR OYJ	25,90 %
CAPMAN PLC B	24,55 %
WÄRTSILÄ	23,96 %
METSO OYJ	23,58 %
STORA ENSO OYJ R	21,77 %
RAUTE CORPORATION A (LP)	19,75 %
KEMIRA OYJ	16,35 %
FISKARS CORPORATION	13,31 %
FORTUM CORPORATION	10,60 %
TIKKURILA OYJ	9,56 %
NOKIAN TYRES	9,47 %
NORDEA BANK AB FDR	7,39 %
ILKKA-YHTYMÄ OYJ 2	6,58 %
LEMMINKÄINEN CORPORATION	2,39 %
EFORE OYJ	1,59 %
NOKIA CORPORATION	1,23 %
OLVI PLC A	0,70 %
RAISIO PLC VAIHTO-OSAKE	-0,61 %
HKSCAN OYJ A	-1,22 %
KESKISUOMALAINEN OYJ A	-2,36 %
GLASTON CORPORATION	-4,90 %
TECHNOPOLIS PLC	-5,39 %
RAPALA VMC CORPORATION	-6,01 %
RAMIRENT PLC	-7,41 %
EXEL COMPOSITES PLC	-11,52 %
CAVERION OYJ	-14,14 %
DIGIA PLC	-14,74 %
MARIMEKKO OYJ	-16,46 %
YIT CORPORATION	-18,30 %
APETIT OYJ (LP)	-19,09 %
TELIA COMPANY AB	-21,63 %
AFFECTO PLC (LP)	-26,02 %
PÖYRY PLC	-26,15 %
PKC GROUP OYJ	-28,63 %
STOCKMANN PLC B	-36,79 %
TULIKIVI OYJ A	-37,14 %
OUTOTEC OYJ	-39,86 %
HONKARAKENNE OYJ B (LP)	-50,75 %